

Comentario Gráfico

EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO FINANCIERO NETO DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS EN EL PERÍODO 1994-2000

María Jesús Guijarro Antón(*)

El período de referencia para el estudio de la evolución del patrimonio financiero neto de los hogares españoles comprende el ciclo expansivo por el que ha atravesado España en la segunda mitad de la década de los noventa, lo que explica su notable crecimiento a lo largo del mismo. No obstante, y coincidiendo con la incipiente desaceleración de la economía en 2000, se ha producido una importante disminución de su cuantía, disminución en la que, como veremos más adelante, ha tenido mucho que ver la pérdida de valor de la cartera de activos de las familias.

Para dar idea de la magnitud e importancia de la cifra de la riqueza financiera de los hogares españoles, que en 2000 ascendió a 132.498 miles de millones (mm) de pesetas se han calculado dos *ratios*, que se recogen en la tabla 1 y que relacionan esta variable *stock* con dos variables flujo, como son el PIB nominal a precios de mercado y la renta bruta disponible. Se puede apreciar, en primer lugar, el intenso crecimiento de ambas *ratios*, que en 1999 prácticamente duplican las correspondientes a 1995, y, en segundo término, la fuerte caída del año 2000 que las sitúa en niveles de 1998. Como se verá más adelante, es la caída de las cotizaciones de las acciones la causa principal de este hecho.

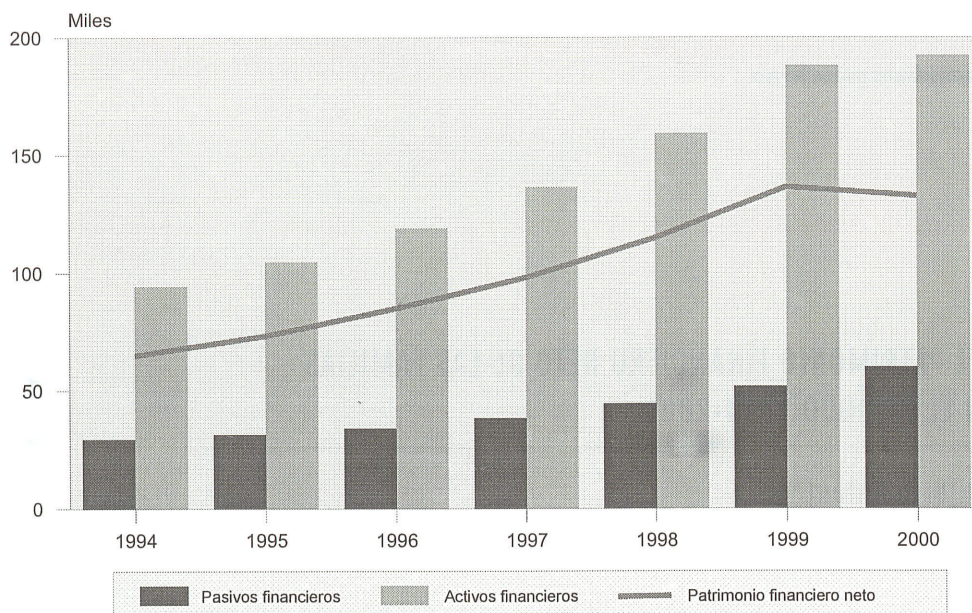
La repercusión que estas cifras de patrimonio neto tienen sobre la actividad económica es

innegable. La variación que se produce en la cuantía del patrimonio financiero neto de un período a otro se descompone en operaciones financieras netas –adquisición neta de activos menos contracción neta de pasivos– y revalorizaciones y otras variaciones en el volumen, y tiene su traslado a la economía real mediante dos vías: efecto riqueza, derivado de las revalorizaciones, que estimula el consumo, impulsando con ello la demanda agregada y la producción, y canalización hacia la inversión productiva del ahorro financiero de las familias.

En el gráfico 1 se puede apreciar la evolución del patrimonio financiero neto de los hogares e instituciones sin fines de lucro (ISFL) en términos absolutos, que ha pasado de 64.915 mm de pesetas en 1994 a 136.291 en 1999, lo que supone que en seis años ha logrado duplicar su volumen. La caída que se ha producido en 2000 ha dejado la cifra de patrimonio neto en 132.498 miles de millones de pesetas. Estos desarrollos han tenido su reflejo en tasas de variación anual positivas y, en general, crecientes, del 12,9 por 100, 15,8 por 100, 15,4 por 100, 17,1 por 100, 18,7 por 100, en cada uno de los años que van desde 1995 hasta 1999, respectivamente, y en una tasa negativa de 2,8 por 100, en 2000, que supone una espectacular ruptura de esa tendencia al alza del valor del patrimonio financiero neto de los hogares.

Una primera pista para conocer las causas

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO FINANCIERO NETO DE HOGARES E ISFL



Fuente: Banco de España.

TABLA 1
RELACIÓN ENTRE EL PATRIMONIO FINANCIERO NETO
DE LOS HOGARES Y EL PIB Y LA RENTA BRUTA DISPONIBLE
(En porcentaje)

	PFN/PIB	PFN/RBD
1995.....	100,65	144,86
1996.....	109,96	159,10
1997.....	119,50	175,27
1998.....	131,13	194,40
1999.....	145,46	217,74
2000.....	131,35	197,55

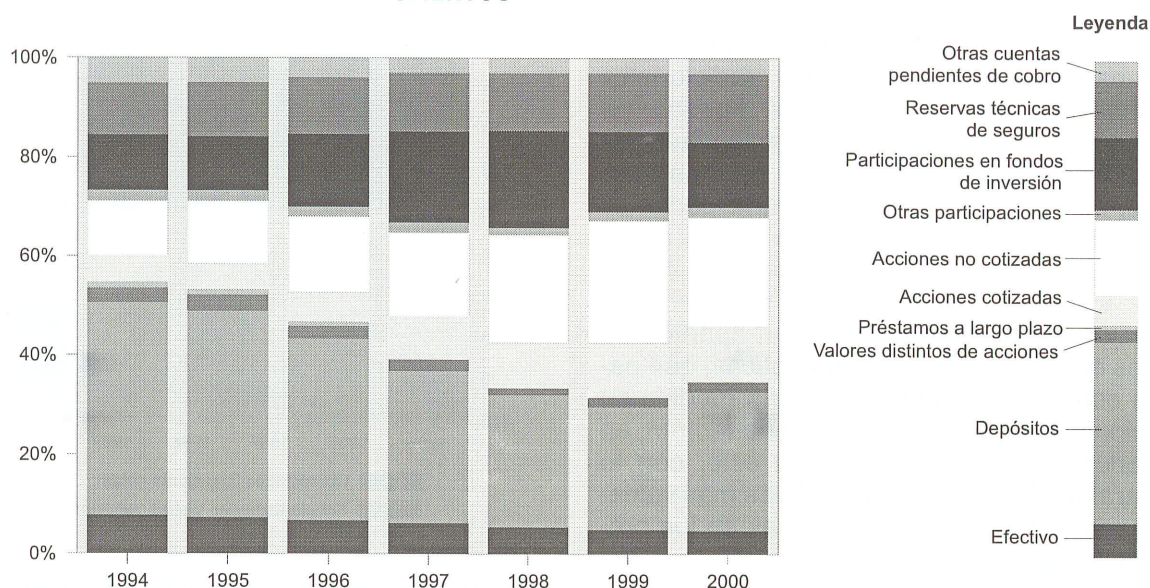
Fuente: Banco de España y elaboración propia.

de este comportamiento nos la da la evolución de la cifra global de los activos y pasivos financieros, de cuya diferencia resulta el patrimonio financiero neto, y que se refleja igualmente en el gráfico 1. En 2000 la cifra de activos ascendió a 192.478 mm y la de pasivos a 59.979. Hasta 1999, tanto activos como pasivos experimentan tasas de variación crecientes, si bien son siempre mayores las correspondientes a los primeros. No obstante, la intensidad del crecimiento de unas y otras es diferente, sobre todo en 1997, en que, en términos relativos, los pasivos crecen más deprisa. En 2000, por el contrario, se invierten los términos, y experimentando tanto activos como pasivos caídas en sus tasas

de crecimiento, son, en esta ocasión, los activos los que manifiestan un peor comportamiento, pasando de una tasa de variación anual en 1999 del 18,1 por 100 a un exiguo 2,3 por 100, mientras que la tasa correspondiente a los pasivos pasa de un 16,6 por 100 a un 15,8 por 100. La desagregación de las variaciones anuales en sus dos componentes ya mencionados, operaciones financieras y revalorizaciones y otros cambios, cuyo análisis se abordará más adelante, aporta información más detallada y precisa sobre las causas últimas de este comportamiento.

El comportamiento financiero de los hogares españoles no se ha mantenido al margen de los factores que han condicionado la situación económica del país ni de las transformaciones que en los ámbitos económico y financiero se han ido produciendo a lo largo del tiempo, y ello ha tenido una marcada influencia en la composición de su patrimonio financiero, que ha experimentado cambios importantes, sobre todo en lo que se refiere a la cartera de activos financieros. Entre estos factores y transformaciones podemos citar los siguientes: la mayor estabilidad macroeconómica y la entrada en una etapa de expansión, con una mejora del empleo y de las expectativas de las economías domésticas; la

GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DE LA ESTRUCTURA DE LA CARTERA DE ACTIVOS FINANCIEROS
DE HOGARES E ISFL POR INSTRUMENTOS



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

progresiva bajada desde 1995, de los tipos de interés y su posterior repunte en 2000; la innovación financiera y la aparición de nuevos productos de ahorro; los cambios en la fiscalidad de algunos instrumentos financieros; el crecimiento sostenido de los mercados de renta variable hasta 1999 y su mal comportamiento desde finales de ese mismo año o el *boom* inmobiliario.

Los cambios en la estructura del patrimonio financiero neto de los hogares y las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares han desembocado en una mayor diversificación de su cartera. En el gráfico 2 se recogen las alteraciones en la composición de los activos financieros, ya que es en éstos donde dichos cambios han tenido una mayor relevancia. En él se aprecia cómo el componente que ha experimentado una mayor disminución son los depósitos, que han pasado de representar el 46,3 por 100 del total del valor de los activos en 1994 a tener un peso del 28,4 por 100 en 1999, si bien éste se ha recuperado algo en el último año, alcanzando el 31,6 por 100. Detrás de este comportamiento se encuentra la evolución a la baja de los tipos de interés desde 1995, que llevó a las familias a buscar inversiones alternativas que ofreciesen un mayor atractivo en términos

de rentabilidad, así como su posterior repunte en 2000, que junto a la reciente equiparación del tratamiento de estos productos con el de otros activos financieros explica esa recuperación. Otra partida que ha disminuido ha sido la de efectivo, que ha pasado de un 7,4 por 100 en 1994 a un 4,6 por 100 en 2000.

Las acciones cotizadas han ido aumentando su participación en la cartera de activos, pasando del 4,9 en 1994 al 10 por 100 en 2000. Ello se ha debido, en gran medida, al buen comportamiento de los mercados bursátiles, que ha permitido la revalorización de la renta variable. También las acciones no cotizadas han ganado importancia, aumentando su participación en mayor medida de lo que lo han hecho las cotizadas. En cuanto a las participaciones en fondos de inversión, que experimentaron, gracias, entre otras razones, a su tratamiento fiscal inicialmente más favorable, un fuerte crecimiento entre 1994 y 1998, año en el que su peso dentro de los activos alcanzó su máximo, con un 18,6 por 100, han perdido fuerza en los dos últimos años ante la aparición de nuevos productos financieros que ofrecen condiciones y rentabilidades más atractivas, situándose actualmente su peso en el 12,4 por 100 de los activos totales. Por último, las reservas técnicas de seguros han pa-

sado de representar el 9,8 por 100 al principio del período a suponer el 13,1 por 100 al final del mismo.

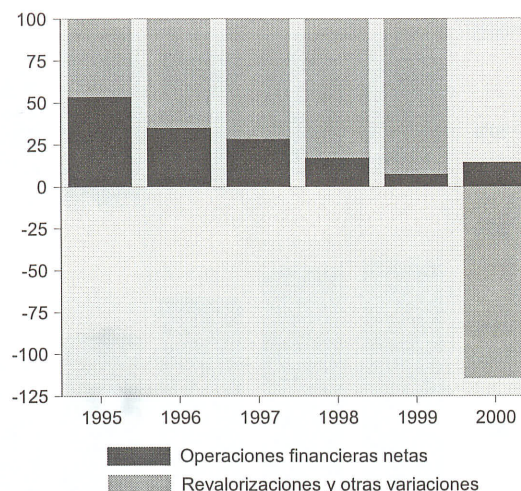
Por lo tanto, se aprecia que, al menos en el período 1994–1999, se ha producido un progresivo abandono de los productos tradicionales de ahorro, como los depósitos, ligados de forma directa a los tipos de interés, en favor de otros, relacionados directamente con los mercados, como las acciones, las participaciones en fondos de inversión y los productos de seguros, que pueden beneficiarse, como de hecho así ha sucedido, de un entorno caracterizado por bajos tipos de interés. La contrapartida de esto es que las economías domésticas, que parecen estar abandonando en cierta medida su tradicional aversión al riesgo, se encuentran, en consecuencia, más expuestas a éste, con lo que su situación patrimonial se hace más vulnerable ante las variaciones adversas en los precios de los activos.

Se ha producido, pues, un proceso de desintermediación financiera, canalizándose el ahorro preferentemente hacia los inversores institucionales. Parece, no obstante, y a tenor de lo sucedido desde 1999 con las participaciones en fondos de inversión y en 2000 con el aumento de los depósitos, que esta tendencia se está frenando y que es posible que estemos asistiendo a un nuevo proceso de intermediación financiera.

Por lo que respecta a los pasivos, la nota más característica es el mayor peso de los préstamos a largo plazo y su evolución al alza, pasando del 62,2 por 100, al inicio del período contemplado, al 74,5 por 100 al final del mismo. En este crecimiento han tenido gran influencia las necesidades de financiación a largo plazo de las familias para la adquisición de viviendas, cuya demanda se ha visto impulsada tanto por los bajos niveles de los tipos de interés, que hacen que el esfuerzo necesario para adquirir una vivienda se reduzca, como por las buenas expectativas sobre renta y empleo y sobre revalorización de los inmuebles.

No todo el incremento que ha experimentado el patrimonio financiero neto año tras año se ha debido a las operaciones financieras netas. Muy al contrario, como se aprecia en el gráfico 3, han sido las revalorizaciones las que, de forma creciente, han venido jugando un papel fundamental en esta evolución al alza, y esto

GRÁFICO 3
DISTRIBUCIÓN ANUAL DE OPERACIONES
FINANCIERAS NETAS Y REVALORIZACIONES
(En porcentaje)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

tiene un claro reflejo en que dicha evolución se ha producido a pesar de la importante disminución del ahorro financiero durante el período estudiado, que ha pasado de suponer un 6,2 por 100 en porcentaje sobre el PIB a tan sólo el 0,5 por 100 en 2000 (nivel mínimo de las últimas décadas).

Como puede apreciarse, las revalorizaciones han ido ganando progresivamente terreno a las operaciones financieras netas en lo que a participación de unas y otras en la variación anual del patrimonio financiero neto se refiere. En 1995 las revalorizaciones suponían el 46,3 por 100 de ésta; al año siguiente ya superaban con creces la mitad (64,9 por 100), y en 1999 ese porcentaje ascendía al 92,3 por 100. Esta tendencia se quiebra, en consonancia con lo que ya hemos visto respecto a la evolución del patrimonio financiero neto, en 2000, año en el que el mal comportamiento de los mercados bursátiles, que propició importantes caídas en las cotizaciones de las acciones y la disminución del valor del patrimonio de los fondos de inversión, hizo que el patrimonio financiero neto de los hogares sufriera una importante depreciación, con lo que la revalorización acumulada hasta entonces se vio reducida de forma sustancial.

Por su parte, la disminución del volumen de las operaciones financieras netas de los hoga-

res (de 4.509 mm de pesetas en 1995 a tan sólo 551 en 2000), y, con ella, la pérdida de peso que éstas representan en las variaciones anuales del patrimonio financiero neto, se han debido al notable aumento del endeudamiento financiero de las familias, que se acentúa a partir de 1997, y que en seis años se multiplica prácticamente por cuatro, al tiempo que las adquisiciones netas de activos financieros se han mantenido más o menos estables a lo largo del período.

Por tanto, son las revalorizaciones las que explican en mayor medida, más que las operaciones financieras netas, el crecimiento conti-

nuado del patrimonio financiero neto de los hogares hasta 1999, y también las que en 2000, por ser negativas, explican su fuerte caída. Así, y como ya se ha visto, la situación patrimonial de los hogares españoles se hace cada vez más vulnerable ante la volatilidad de los precios de los activos financieros.

NOTAS

(*) FUNCAS.